

Run auf Eigenkapital

Aktienkurse – Eine Preiskorrektur auf das Eigenkapital geht einher mit einer impliziten Wertkorrektur bis zu 50 Prozent auf die zugrunde liegenden Immobilienwerte. Eine Analyse.

Von Claudia Reich Floyd *

Als vor zwei Jahren der Höhepunkt der Bewertungen erreicht wurde, schienen die durchschnittlichen Fremdkapitalquoten von 40 Prozent, gemessen an Börsenpreisen, konservativ. Nimmt man die aktuellen in den Börsenkursen implizierten Werte als Grundlage für die Immobilienwerte, sind die Fremdkapitalquoten im Durchschnitt auf über 65 Prozent gestiegen. Assetbubble hinterlässt nun übermässige Fremdkapitalposten und führt bei vielen Unternehmen zu einem Finanzierungsengpass und Bedarf nach neuem Eigenkapital. Aber auch Unternehmen ohne akuten Refinanzierungsdruck sind nicht mehr in der Lage, zukünftig zu erwartende Kaufchancen im Markt auszunutzen. In Nordamerika kann man damit rechnen, dass 50 Milliarden US-Dollar Eigenkapital (50 Prozent der aktuellen Marktkapitalisierung) notwendig sind, um die Unternehmen auf historische Fremdkapitalquoten von durchschnittlich 50 Prozent zurückzubringen. Aber auch in Europa wird zunehmend klar, dass einige Unternehmen ohne neues Kapital nicht überleben werden. Kapitalerhöhungen mit Abschlägen von bis zu 20 Prozent vom NAV (Nettoinventarwert) per Ende 2008 sind spätestens seit den Jahresabschlussbewertungen zu einem starken Trend geworden. Weitere Abwertungen aufgrund von sinkenden Cash Flows treiben die Unternehmen zur schwierigen Entscheidung, neues Kapital zu historisch überdurchschnittlichen Abschlägen zu emittieren.

Schlussendlich werden Reits mit einer starken Eigenkapitalbasis in kommenden Jahren in einer beneidenswerten Lage sein. Die Probleme, die ausserhalb des Reit-Sektors auf viele Immobilieneigentümer zukommen werden, sind in absoluter, aber auch relativer Proportion grösser. Viele Investoren weisen noch höhere Fremdkapitalpositionen auf und es werden Hunderte von Milliarden notwendig sein, um das exzessive Fremdkapital abzubauen.

In dieser Hinsicht stellen die Kapitalerhöhungen der Reits gute Chancen im aktuellen Markt dar. Zugang zu Eigenkapital ist



Kein Monopoly: Erfolgreiche Kapitalerhöhungen verdeutlichen die Vorreiterstellung des Reit-Marktes.

ein grosser Vorteil im momentanen Umfeld und die erfolgreichen Kapitalerhöhungen, die bisher schon durchgeführt wurden, verdeutlichen die Vorreiterstellung des Reit-Marktes. Viele aktuelle Aktienpreise weisen auf den Bedarf nach Eigenkapital heute schon deutlich hin. Die Umsetzung einer Kapitalerhöhung bewirkt in den meisten Fällen einen sofortigen positiven Effekt auf die Bewertung der Unternehmen. Die aktivsten Länder in der Eigenkapitalbeschaffung waren bisher Australien, Singapur und Grossbritannien. Die bedeutendsten Unternehmen in diesen Ländern werden in den nächsten Jahren mit genügend Eigenkapital ausgestattet sein und keinem starken Refinanzierungsdruck unterliegen.

Australische Unternehmen erhielten über 8,5 Mrd. Australische Dollar neues Eigenkapital von den bestehenden Aktionären. Das entspricht 20 Prozent der aktuellen Marktkapitalisierung. Singapur bediente sich wie auch Grossbritannien der Eigenkapitalbeschaffung via Bezugsrechte. In beiden Ländern wurden ebenfalls zirka 20 Prozent der bestehenden Marktkapitalisierung gezeichnet. In Grossbritannien

wurden 2,5 Milliarden britische Pfund Bezugsrechte emittiert, welche zu mehr als 90 Prozent von bestehenden Anteilseignern gezeichnet wurden.

In Nordamerika begannen versteckte Eigenkapitalemissionen durch die Ausgabe von Aktien für Dividenden und in den ersten zwei Aprilwochen wurden ebenfalls Initiativen von bisher sechs Unternehmen durch neue Aktienemissionen umgesetzt. Insgesamt ist die Notwendigkeit der Problembewältigung bereits in den Börsenkursen reflektiert und sollte, auch wenn die Hoffnung auf eine Markterholung immer wieder aufflammt, oberste Priorität haben. Wenn die Rekapitalisierung die Eigenkapitalbasis und damit Bilanz stark verbessert, ist anhand der Börsenkurse eine starke Erholung erkennbar.

Nicht alle werden diese Hürde überwinden können, aber erfolgreiche Reits bekommen dadurch die Chance, ihre Geschäftsposition neu aufzustellen und sind damit vielen Spielern im Markt um einiges voraus. ■

* Head RE Securities 4IP Management (Sal. Oppenheim Group)